下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观深度报告 20260625

“去地产化增长”：国际经验下的脱钩与转型——从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升（三）

2026 年 06 月 25 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 占烁
执业证书：S0600524120005
zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《美伊瑞士会谈：谅解备忘录框架启动，但离永久和平协议落地仍有距离》

2026-06-23

《站在“光”里，存在“芯”里，拥抱设备》

2026-06-23

■ **核心观点：从国际经验来看，在房地产下行周期普遍存在“去地产化增长”，即经济先修复、地产后见底。**通过贸易顺差、消费结构切换和非地产投资修复率先企稳，GDP 通常在房价下跌 8 个季度左右见底，而房地产周期在此后 3.5 年仍继续磨底。因此，**“去地产化增长”的关键是经济增长从过去依赖地产信用扩张、住宅投资和地产后周期消费，转向依靠净出口、服务消费、非耐用品消费、制造业投资和基建投资等部门接续增长。**对中国而言，当前增长结构已经出现类似变化：地产链条贡献下降，但出口升级、服务消费和非地产投资正在成为新的稳定器。

■ **（1）从国际经验看，深度收缩期中 GDP 拐点通常出现在房价下跌后的 T+8，即第 2 年末；房价拐点则要到 T+22 附近，即第 5.5 年左右，经济周期平均领先房地产周期约 3.5 年，即为“去地产化增长”。**

■ **（2）去地产化增长大致经历三个阶段。**前 2 年是经济冲击期，房价下跌率先拖累住宅投资，并传导至消费和 GDP；第 3 年至第 4 年是政策托底期，GDP 在 T+8 左右见底，但高度依赖财政和货币宽松，赤字率从 T 时点的 0.4%升至 T+15 的 4.9%，政策利率从 T 时点的 11.1%降至 T+17 的 6.3%；第 5 年至第 6 年中进入内生修复期，政策边际收缩后 GDP 仍继续改善，意味着内生动能代替政策托底，发挥更大作用。

■ **（3）去地产化增长的结果，是房地产相关经济占比难以回到前期高位。**深度收缩样本中，住宅投资占 GDP 比重的历史平均峰值约为 6.7%，但到房价下跌 10 年后的 T+40，仅回升至 4.2%左右，较高点仍有明显缺口；耐用品消费占整体消费比重的历史高点约为 9.9%，到 T+40 也仅回升至 8.6%左右。换言之，即便房价最终企稳，房地产产业链对上下游需求的长期拉动也已经明显弱化，经济不会简单回到“房价上涨—居民加杠杆—住宅投资扩张—地产后周期消费改善”的旧模式，而是进入更长期的去依赖过程。

■ **（4）从国际经验来看，经济之所以能够先于房地产修复，主要依靠三类动能。**第一是净出口再平衡，深度收缩期中净出口占 GDP 比重在房价高点附近最低约为-4.7%，随后随内需和进口回落逐步改善，在 T+7 前后转正，并在 T+32 附近升至接近 4%。第二是消费结构韧性，房价下跌后总消费最大降幅约 3.3%，但非耐用品和服务消费最大降幅均仅约 1.4%，日常必需型消费和服务消费能够托住居民消费。第三是非地产投资修复，住宅投资占 GDP 比重要到 T+27 左右才见底，但整体固定资产投资在 T+13 左右已触底，并在 T+16 开始回升，代表除地产外的投资部门率先修复。

■ **（5）中国当前同样处于去地产化增长过程中，虽然本轮房价跌幅尚未达到国际样本中“深度衰退”的标准，但增长结构已经明显切换。**出口方面，2021—2025 年货物和服务净出口对经济增长的平均贡献率约 17.08%，为过去 25 年来最高。消费方面，2024 年 5 月以来耐用品消费平均同比增速仅 1%，而餐饮收入平均增长 3.5%、非耐用品（剔除石油）平均增长 6.2%，均显示服务和非耐用品正在接棒地产后周期消费。投资方面，制造业投资和基建投资在 2022-2024 年成为经济重要支撑，资本形成总额在 2021 年后仍能每年拉动 GDP 约 1 个百分点。中国去地产化增长的主线，已经从“地产—信用—耐用品”转向“出口升级—服务消费—制造业和基建投资”。

■ **风险提示：**（1）对人口因素的研究不够，可能带来偏差风险。（2）国际经验对中国的可比性存在偏差，可能影响去地产化增长节奏判断。（3）非地产投资修复再度走弱的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. “去地产化增长”的基本事实 4
1.1. 什么是“去地产化增长” 4
1.2. 去地产化增长的三个阶段 4
1.3. 去地产化增长的结果：降低依赖 6
2. 为什么经济周期先于房地产周期修复？ 7
2.1. 动能一：净出口从逆差到顺差 7
2.2. 动能二：非耐用品和服务消费的韧性 8
2.3. 动能三：利率下降推动非地产投资回升 9
3. 中国的去地产化增长 9
3.1. 出口：从总量韧性到结构升级 9
3.2. 消费：服务消费和非耐用品接棒地产后周期 10
3.3. 固投：制造业和基建投资的支撑 11
4. 风险提示 12

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 深度收缩期的 GDP 拐点早于房价拐点.....4
图 2: “去地产化增长”的三个阶段.....5
图 3: 财政货币政策的变化.....6
图 4: 住宅投资占 GDP 比重难以回到前高.....7
图 5: 现价耐用品消费比重难以回到前高.....7
图 6: 房地产收缩期净出口占 GDP 比重会上升.....8
图 7: 消费在 T+10 左右出现拐点.....8
图 8: 房地产下行周期各种消费的变化.....8
图 9: 固投在 T+13 见底、T+16 后明显回升.....9
图 10: 净出口对经济增长的贡献大幅提升.....10
图 11: 中国 AI 产品出口大幅上升.....10
图 12: 社零和服务零售的累计增速.....11
图 13: 社零中非耐用品和餐饮的韧性较强.....11
图 14: 2022-2024 年制造业和基建投资增速较高.....12
图 15: 资本形成对 GDP 的拉动.....12



请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

在本系列报告的前两篇，我们提出过“去地产化增长”的概念，本篇我们将对此做一个系统性梳理。我们在《从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升》中已经提出过，房地产普通收缩期通常不会出现 GDP 下行，只有深度收缩期才会出现，因此本文关于“去地产化增长”都是基于 48 个深度收缩样本的讨论。并且在图表处理方面，我们采取了跟前两篇一样的方法，将房价下跌起点设为 T，T+N 是房价下跌后的 N 个季度，大部分数据将 T 时期标准化为 100。

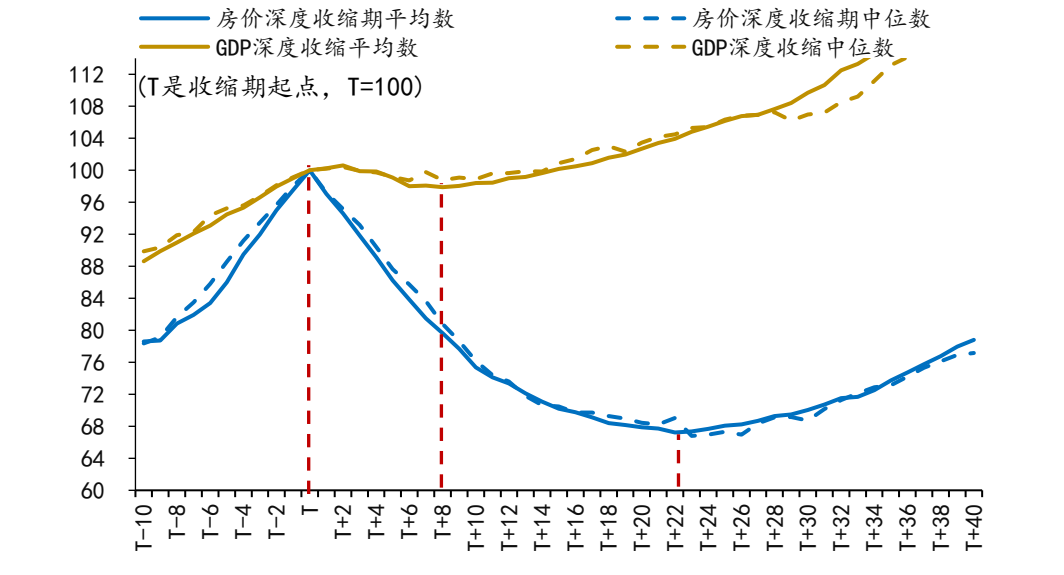
1. “去地产化增长”的基本事实

1.1. 什么是“去地产化增长”

我们通过研究 57 个经济体 × 55 年的房地产周期研究，从 190 次房地产下行周期中发现，在房地产深度收缩期，普遍存在“去地产化增长”：在房价和房地产链条仍在下行的过程中，经济通过其他部门恢复增长，降低经济增长对房地产的依赖。

我们发现，GDP 复苏通常早于房价复苏。在深度收缩样本中，GDP 的拐点通常出现在 T+8 左右，也就是房价下行后的第 2 年末；房价的拐点则要等到 T+22 左右，约为第 5.5 年。换句话说，经济总量不需要等房价止跌才开始修复，政策支撑和内生需求改善可以先让 GDP 企稳，而房价仍可能继续磨底。

图1：深度收缩期的 GDP 拐点早于房价拐点



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所

1.2. 去地产化增长的三个阶段

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

广义“去地产化增长”过程持续约 5.5 年（22 个季度）。根据经济基本面、政策力度及驱动因素的变化，可将其划分为三个明显的阶段:

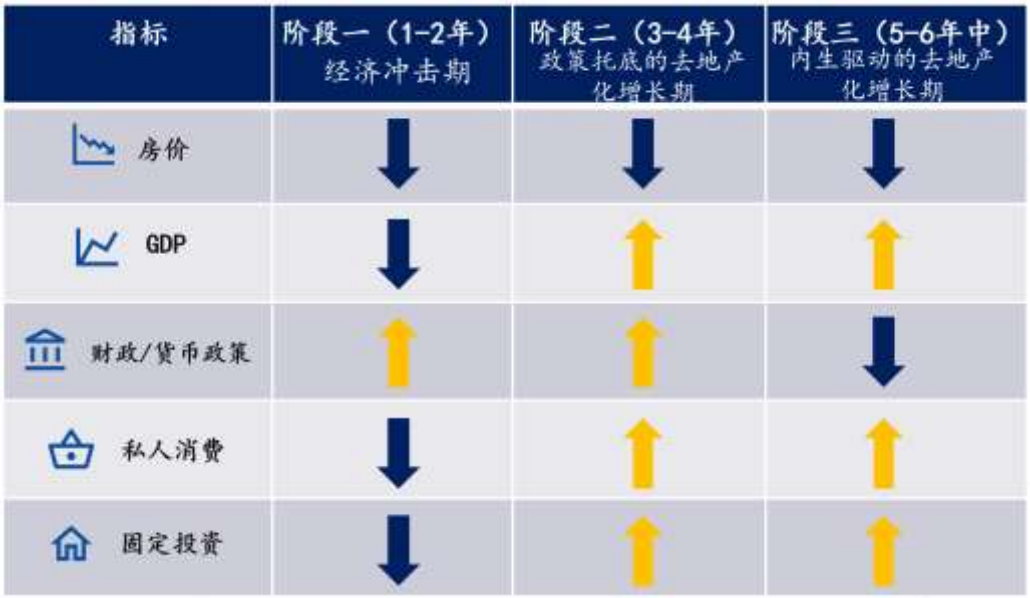
第一阶段（前 2 年）：经济冲击期。随着房价下跌，住宅投资率先下行，随后冲击传导至私人消费和 GDP，经济增长动能开始走弱。

第二阶段（第 3 年至第 4 年）：政策托底的去地产化增长期。在 T+8 时点，GDP 开始见底回升，基本面开始企稳，但这种企稳高度依赖于财政和货币政策的强力度支持，经济尚未形成内生增长动能。

从具体政策力度来看，这一阶段的宏观调控表现出极强的扩张性。财政政策方面，赤字率平均从 T 时点的 0.4%一路攀升至 T+15 时点的 4.9%，在短短四年时间内大幅提升了 4.5 个百分点。货币政策方面，宽松力度同样显著，从 T 时点到 T+17 时点，政策利率平均由 11.1%降至 6.3%。

第三阶段（第 5 年至第 6 年中，或 T+16 至 T+22）：内生动能驱动的去地产化增长期。这一阶段最显著的特点是财政和货币政策开始边际收缩，赤字率平均在 T+15 达到 4.9%的顶点后开始回落，货币政策在 T+17 完成大部分降息，此后边际降幅减小。然而，即便在政策力度减弱的情况下，经济修复依然在持续，GDP 保持向上修复态势，这标志着经济增长已摆脱对政策发力的过度依赖，转向依靠内生动能驱动。

图2：“去地产化增长”的三个阶段

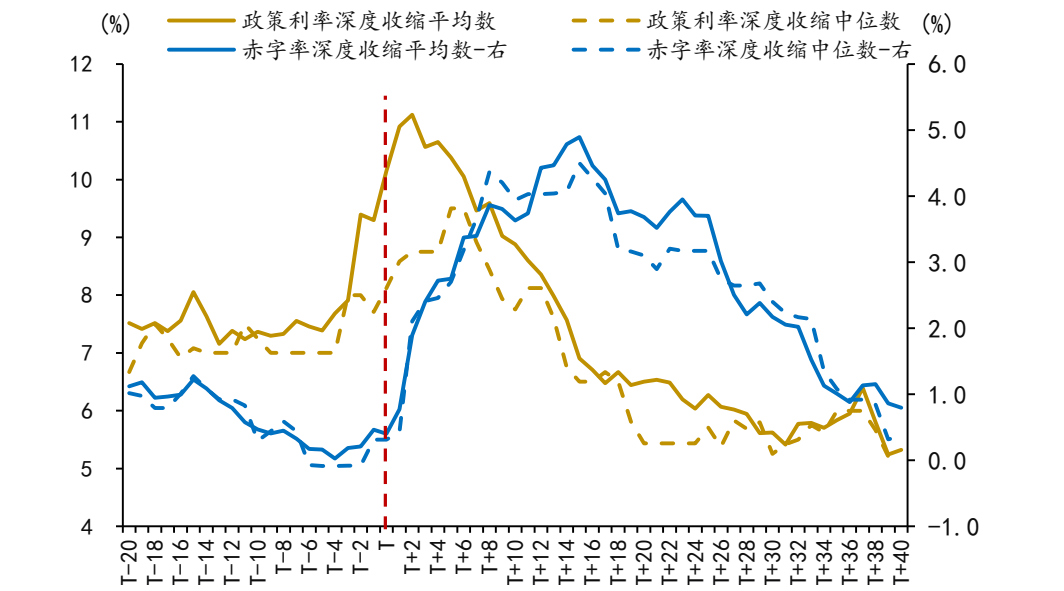


数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：财政货币政策的变化



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：赤字率这里用正数代表赤字

1.3. 去地产化增长的结果：降低依赖

在 T+22 之后，尽管房价已触底回升，但去地产化增长的影响并未随之消散，其长期效应在后续经济结构中持续显现，体现为房地产相关经济占比在较长时间内难以回归历史高位。

一方面，住宅投资难以回到高点。从住宅投资占 GDP 的比例来看，其历史平均峰值曾达到约 6.7%，然而直到房价下跌 10 年后（T+40），这一比重仅能回升至 4.2%左右，与高点相比存在显著的缺口，反映出房地产投资对经济增长的贡献度已发生结构性变化。

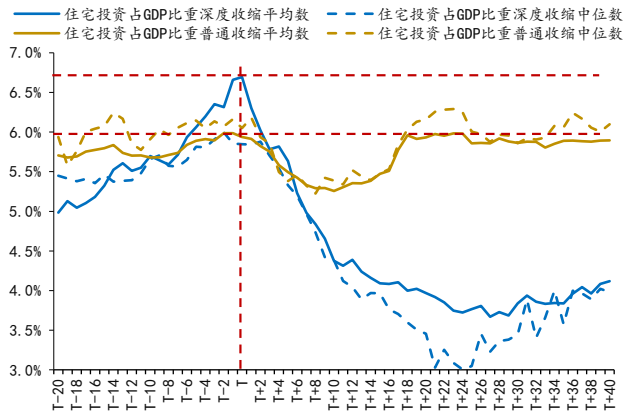
另一方面，从消费端看，耐用品消费同样未能恢复至前期水平。耐用品消费占整体消费的平均比重在历史高点达到约 9.9%，而直到房价下跌 10 年后（T+40），这一比重仅能回升至 8.6%左右，仍与峰值存在一定缺口，但缺口小于住宅投资。

这表明，即便房价企稳，房地产产业链对上下游需求的长期拉动作用已明显弱化，经济系统正经历着从“房地产依赖”向新动能驱动的深刻转型，转型的本质是“去依赖”。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

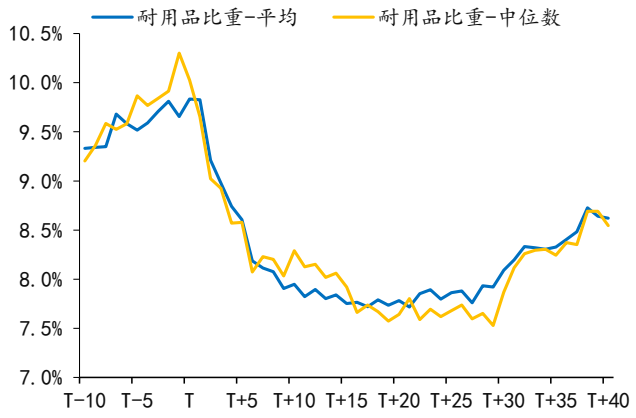
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：住宅投资占 GDP 比重难以回到前高



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图5：现价耐用品消费比重难以回到前高



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

2. 为什么经济周期先于房地产周期修复？

从国际经验来看，经济周期的修复普遍要比房地产周期早 3.5 年左右，除了政策支持外，净出口、消费和非地产投资是三大核心支撑。

2.1. 动能一：净出口从逆差到顺差

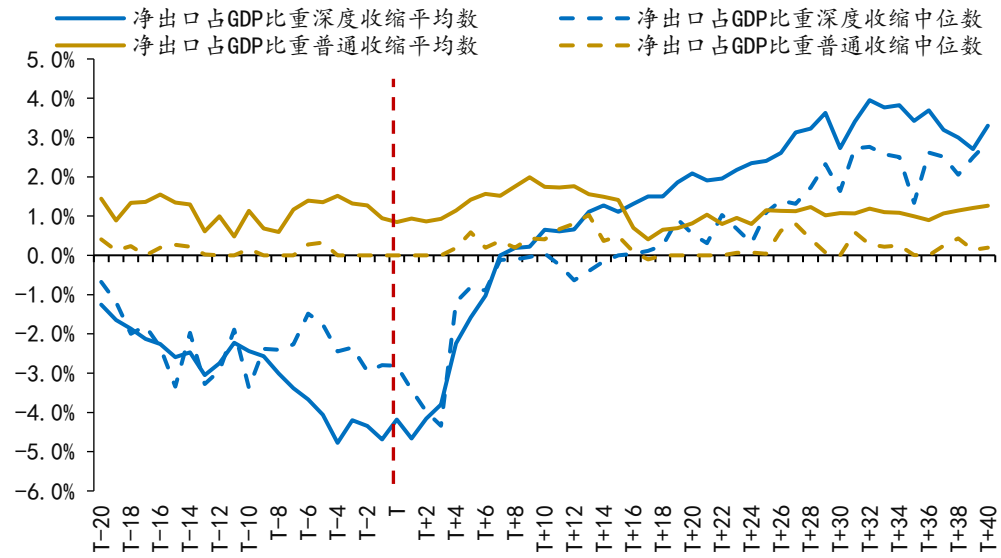
在房价下行周期，普遍存在净出口从逆差转为顺差、支撑经济的情况，这也是“去地产化增长”的第一动能。从深度收缩期平均数来看，净出口占 GDP 比重在房价高点附近最低为-4.7%左右，随着房价下跌，逆差开始转为顺差，净出口占 GDP 比重在 T+7 前后转正，T+32 附近一度升至接近 4%。

房地产收缩期，净出口占 GDP 比重上升，这也表明房地产衰退会推动经济内外部需求从失衡走向再平衡。房地产繁荣本身，往往是内部失衡和外部失衡绑定在一起的过程。在房地产繁荣期，房价上涨、家庭加杠杆、住宅建设扩张，会推高国内吸收和进口，压低净出口或拉大经常账户赤字；到了衰退期，房地产信用和内需一起回落，经济内外失衡明显得到修复。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图6：房地产收缩期净出口占 GDP 比重会上升



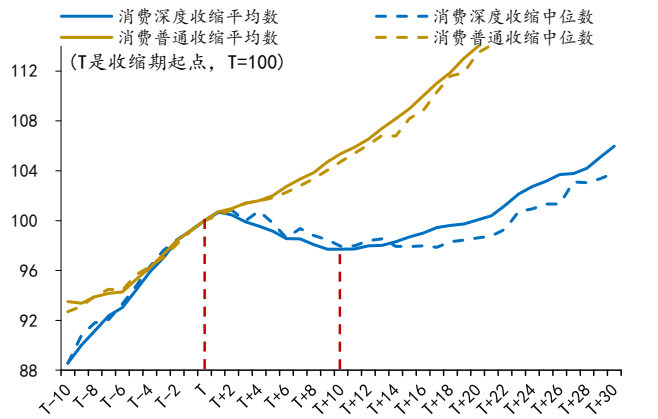
数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T+2 为起点后两个季度，以此类推；净出口是货物与服务净出口

2.2. 动能二：非耐用品和服务消费的韧性

除了净出口之外，消费是“去地产化增长”的另外一个重要支撑。在 T+10 左右，消费到达最低点，随后开始见底回升。

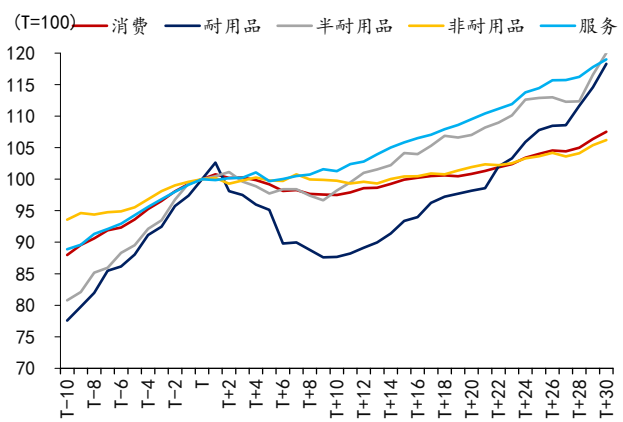
从结构来看，在去地产化增长阶段，起到主要支撑的是非耐用品和服务消费。从房地产深度衰退周期平均数来看，房价下跌后总消费最大降幅约 3.3%，但非耐用品消费最大降幅仅约 1.4%，服务消费最大降幅也只有约 1.4%，基本围绕 T 点水平窄幅波动。这说明房价调整并不会均匀压低所有消费分项，日常必需型消费和服务消费具有更强韧性，能够在周期下行阶段托住居民消费底部。

图7：消费在 T+10 左右出现拐点



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：深度衰退周期，消费为季调不变价

图8：房地产下行周期各种消费的变化



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：深度衰退周期，消费为季调不变价

请务必阅读正文之后的免责声明部分

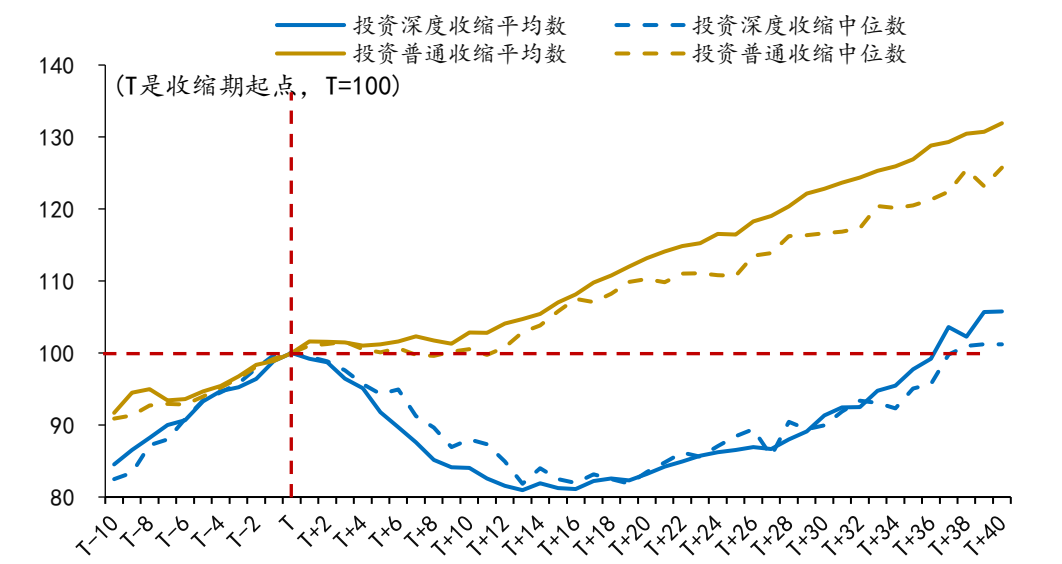
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3. 动能三：利率下降推动非地产投资回升

最后，除地产外的投资是另外一个支撑。尽管住宅投资占 GDP 比例平均要下降到 T+27 左右才会见底回升，但整体固投却在 T+13 左右就到达底部，经过约 3 个季度磨底后，在 T+16 开始回升。这意味着，在房地产投资仍在下行的时候，其他投资早已经开始止跌回升，从而带动整体固投见底回升。

政策利率下降是固投修复的重要原因。从前面图 3 政策利率的变化里也能看出来，在固投见底时（T+13），政策利率已显著下行，并接近房地产下行前 5 年的水平。投资能否恢复，本质上取决于资本收益能否重新高于资本成本。因此当资金成本显著下降时，投资修复可能加快。

图9：固投在 T+13 见底、T+16 后明显回升



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：投资为不变价、季调的固定资产投资

3. 中国的去地产化增长

尽管中国这轮房价跌幅还达不到我们样本中深度衰退的标准，但过去几年“去地产化增长”同样也在发生，出口、服务消费、非地产投资是经济增长的主要驱动，对地产的依赖显著降低。

3.1. 出口：从总量韧性到结构升级

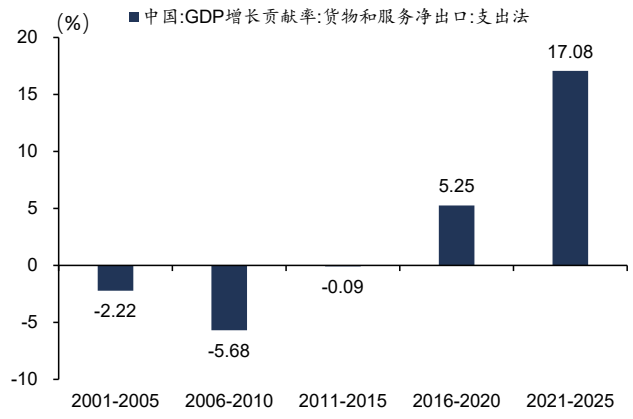
在传统内需动能走弱的背景下，出口成为中国经济韧性的重要来源。以五年平均看，2021-2025 年中国货物和服务净出口对经济增长的贡献率约 17.08%，高于 2001-2005 年的-2.22%、2006-2010 年的-5.68%、2011-2015 年的-0.09%和 2016-2020 年的 5.25%，是过去 25 年来最高的一段。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

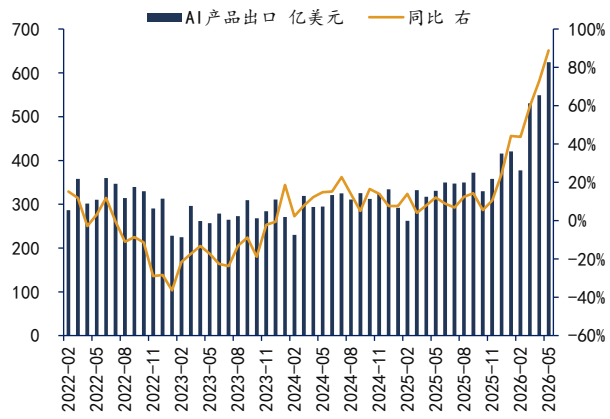
出口支撑不仅来自总量，还来自结构升级。出口结构正在从劳动密集型产品，转向新能源汽车及零部件、锂电池、光伏、船舶、高端装备等领域。而近两年 AI 加速发展，强化了中国出口优势，AI 需求爆发使得全球约束从商品需求不足，转向电力与基础设施供给不足，中国出口的机会在于为全球资本开支补充供给。中国在新能源、电力设备、集成电路、自动数据处理器等领域具备规模化供给能力，正好对应全球 AI 基础设施扩张的供给短板。今年 5 月，以集成电路和自动数据处理器为代表的 AI 产品出口同比增速接近 90%。因此，中国出口优势不只是价格竞争，更是关键供给能力的补位。

图10：净出口对经济增长的贡献大幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：中国 AI 产品出口大幅上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：AI 产品=集成电路+自动数据处理器

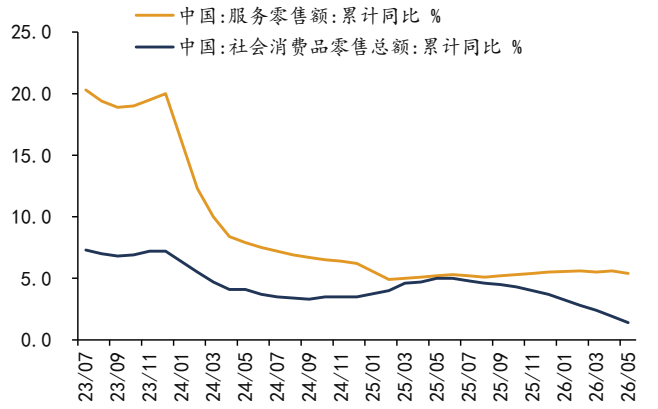
3.2. 消费：服务消费和非耐用品接棒地产后周期

耐用消费品增速下行，服务消费和非耐用品成为消费的主要支撑。过去地产链不仅拉动投资，也通过购房、装修、家电、家具等场景拉动耐用品消费。当房地产周期下行后，耐用品消费增速趋于回落。按 3 个月移动平均来看，2024 年 5 月以来，耐用品虽然受到“以旧换新”拉动，最高同比增速一度达到 11.3%，但平均增速仅为 1%。作为对比，服务消费和非耐用品弹性更小，与日常生活半径、出行场景、交易性流动资金更相关，对地产链依赖较低。2024 年 5 月以来，社零中，餐饮收入平均同比增速 3.5%，非耐用品(剔除石油)平均增速 6.2%，都远高于耐用品的平均增速。如果按服务零售来看，服务消费比餐饮增速更高，如今年前 5 个月，服务零售同比增长 5.4%，不仅高于社零增速，也高于餐饮收入增速。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

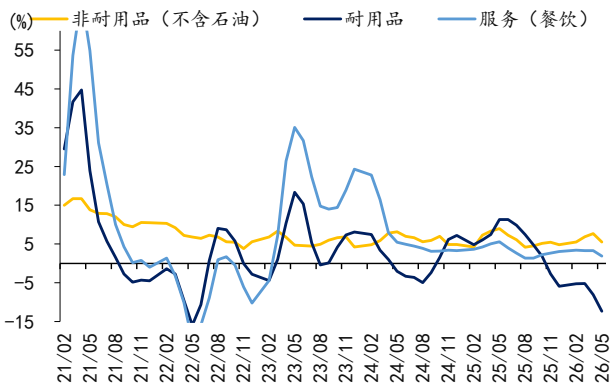
下载日志已记录，仅供内部参考

图12：社零和服务零售的累计增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：社零中非耐用品和餐饮的韧性较强



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：数据均为 3 个月移动平均

3.3. 固投：制造业和基建投资的支撑

2022-2024 年，以基建和制造业投资为代表的非地产投资，也是经济增长的重要支撑。

制造业投资持续高增，成为固投的核心引擎。2022 至 2024 年，制造业投资分别增长 9.1%、6.5%和 9.2%，连续三年大幅快于整体投资增速。其中高技术制造业投资尤为亮眼，2022 年增速高达 22.2%，产业升级动能强劲，充分体现了其在稳投资中的“压舱石”作用。

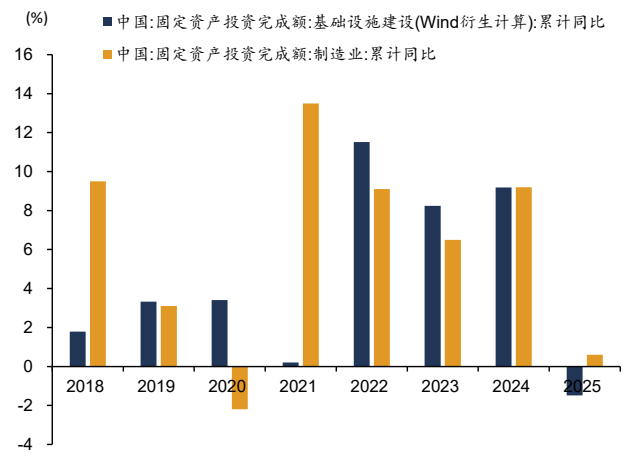
基建投资逆势发力，有效对冲经济下行压力。受到政策性开发性金融工具、地方专项债和特别国债等资金支持，2022-2024 年广义投资同比分别增长 11.5%、8.2%、9.2%，发挥了逆周期调节作用。

正是由于基建和制造业等非地产投资的支撑，2021 年后，尽管受到房地产投资的影响，资本形成总额并未形成经济拖累，反而每年仍然拉动 1 个点左右的经济增长。2025 年以来，随着固投支撑边际减弱，服务消费和出口发挥更大作用。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

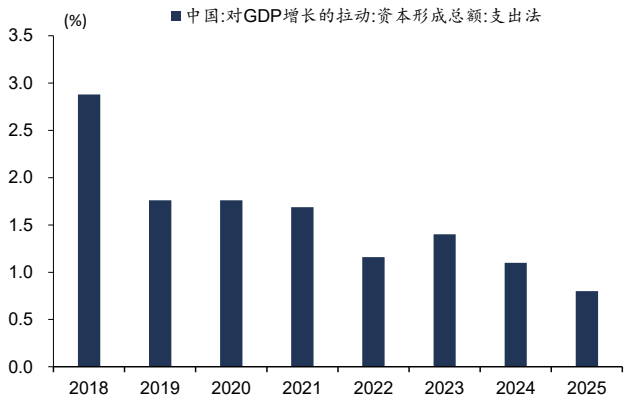
下载日志已记录，仅供内部参考

图14：2022-2024 年制造业和基建投资增速较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：资本形成对 GDP 的拉动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

（1）对人口因素的研究不够，可能带来偏差风险。国际比较数据里面没有人口增长与流动的数据，人口负增长和老龄化是当前各国都要面临的问题与挑战，但这些变量在目前的数据里面并不能充分体现，可能带来一定偏差风险。

（2）国际经验对中国的可比性存在偏差，可能影响去地产化增长节奏判断。本文基于 57 个经济体、190 次房地产下行周期总结出 GDP 领先房价修复的规律，但中国房地产周期在土地财政、预售制度、居民资产配置、地方债务约束等方面具有特殊性。如果中国地产下行对地方财政、城投融资和居民资产负债表的影响强于国际平均经验，则 GDP 拐点、消费修复和投资修复的时间可能比历史样本更晚。

（3）非地产投资修复再度走弱的风险。本文认为制造业和基建投资能够对冲住宅投资下行，但这一判断依赖财政资金、产业升级和企业资本开支持续发力。如果地方财政约束加剧、专项债和特别国债形成实物工作量偏慢，或制造业面临产能过剩、利润率下行和外需放缓等压力，非地产投资可能难以维持较高增速，资本形成对 GDP 的拉动下降，去地产化增长的持续性将面临考验。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn